

日本银行危机与美国次贷危机的影响比较研究

◎ 芮意 陈钦煜 张笑梅

摘要: 本文分析发现, 20 世纪 90 年代的日本银行危机和 2007 年的美国次贷危机对日美两大经济体所造成的影响显著不同, 主要原因在于两次危机的主要矛盾各异, 以及两国在法律制度、社会背景、经济政策、人口因素等方面的差异。在危机的冲击下, 灵活的市场机制、透明的价格体系、敏捷的政策发力、优化的人口年龄结构是缓解短期衰退和长期停滞的重要条件。

关键词: 日本银行危机; 美国次贷危机; 资产泡沫; 货币政策; 危机比较

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

20 世纪 90 年代的日本银行危机和 2007 年的美国次贷危机都是金融资产泡沫破裂所引发的金融海啸, 以房地产为代表的资产泡沫破裂在两国均导致了严重的坏账问题以及一系列金融机构破产。然而, 危机之后两国经济的长期发展趋势却截然不同。危机后的日本陷入“失去的三十年”, 经济增速长期低位徘徊, 深陷通货紧缩泥潭, 直到近两年通胀率才企稳于 2% 的政策目标上方。而次贷危机给美国经济的创伤却短暂得多, 根据美国全国经济研究局

(NBER) 的测算, 美国在 2007 年 12 月至 2009 年 6 月经历了经济收缩, 随后转为扩张, 直至 2020 年 2 月新冠疫情暴发, 此轮扩张达到创纪录的 128 个月。本文深入比较分析两次危机的差异化影响及其背后的原因, 有助于金融从业人员和金融监管部门了解预防、应对危机的方法。

一、危机的发生

日本银行危机与美国次贷危机的起因大致相同, 都是金融自由化和宽松货币政策催生了以房地产和股市为代表的资产泡沫, 政策转向后资产泡沫破裂带来大量坏账, 造成金融系统动荡, 私人非金融部门都被迫去杠杆, 进而打击实体经济。

1985 年《广场协议》签订后日元快速升值, 为缓解对经济的负面影响, 日本央行在 1986 年 1 月到 1987 年 2 月降息 5 次以刺激内需。与此同时, 在 80 年代日本金融业日趋国际化、日本企业海外投资不断扩张的背景下, 日本政府为增强金融服务能力而大力推行金融改革。极度宽松的货币环境叠加金融自由化共同催生了日本股市和楼市的泡沫,

作者简介: 芮意、陈钦煜、张笑梅, 中国银行全球金融市场研究中心。

并增大了银行业的风险暴露。为打击地产业的投机，日本于1989年5月至1990年8月快速收紧货币政策，并于1990年推出土地融资总量管制，引发股票和房地产价格暴跌，银行的不良资产扩大，风险持续累积。1991年开始，日本中小金融机构不断倒闭。截至2002年，日本累计有近200家银行和金融机构破产。日本银行业对泡沫产生和破裂起到了至关重要的作用，项卫星等（2007）指出了银行信贷与房地产业的密切关系，指出其不仅作用于泡沫的形成，也作用于泡沫的破裂。泡沫破裂后，金融行业的长期经营困难打击实体经济并形成恶性循环。

2001年互联网泡沫破灭及“9·11”事件后，美国经济出现技术性衰退，美联储采取扩张性货币政策刺激经济增长，在2001年至2004年连续13次降息，低利率叠加金融领域的创新促使资金大量流向房地产和权益市场。2002年房价开始持续攀升，且金融机构为追求业务扩张而降低贷款标准，催生了大量的次级抵押住房贷款，金融机构将贷款打包为证券化产品再进行出售，资产价格泡沫不断积累。2004年至2006年美联储为对抗通胀连续17次加息，通过贷款利率、储蓄利率传导至实体经济，购房需求受到抑制导致房价自2006年开始下跌，次贷还款拖欠率上升进而出现大量违约。随着次贷及其衍生品的价值崩塌，金融机构、实体企业作为投资者出现资产端大幅缩水、现金流状况恶化，引发市场流动性恶化、资产价格全面暴跌，从而对实体经济整体产生冲击。

二、危机的差异化影响

（一）对金融市场的影响

日本和美国在危机爆发之前均积累了一定的资产价格泡沫，危机对于金融市场最主要的影响体现在房价和股价的快速下跌。危机发生后，日本房价下跌的幅度不及美国，但是其价值损失相对于GDP的比例远高于美国；日本股市下跌速度与美国相近，但是在低位持续时间更长，美国股市则很快反弹。

楼市方面，根据国际清算银行（BIS）的住宅物业价格数据，日本房价水平在1991年第一季度达到最高点，较5年前上涨了48%，泡沫破裂后房

价持续下跌，5年内下跌了13%。美国房价的最高点出现在2006年第一季度，当时的房价较5年前上涨了52%，5年后房价则下跌了38%。危机后5年，日本房地产市值损失与GDP的比例超过了150%，这一比例约为美国的2倍，而且美国承受房价下跌损失的主要是家庭部门，日本则不局限于家庭部门，企业部门也承担了显著的损失（European Central Bank, 2012）。

股市方面，日经225的前高出现在1989年12月，较5年前上涨了237%，积累了大量泡沫。此后日本股市快速下跌，5年跌去49%，并且直到2003年才开始反弹，2024年才恢复到泡沫破裂前的水平。反观美国，用标普500作为指标，美国股市的最高点出现在2007年10月，与2000年科网危机造成股价下跌前的水平相近，次贷危机后标普500最多下跌了53%，但是从2009年3月就开始反弹，2013年恢复到次贷危机前最高点的水平。

（二）对经济的影响

危机对日本经济的长期冲击显著大于美国。20世纪90年代日本泡沫破裂之后，经济增速一直在低位徘徊，并长期面临通货紧缩风险，陷入“失去的三十年”。在次贷危机两年之后，美国迅速恢复了经济增长，截至新冠疫情暴发前通胀保持相对温和，所受长期影响有限。经济增速方面（见图1），日本泡沫破裂后，长期的经济增长中枢显著降低，危机的影响持续；美国次贷危机后实际GDP和人均实际GDP经历短暂负增长，很快恢复到了危机前的水平，所受影响虽剧烈但短暂。通胀方面（见图2），日本泡沫破裂后通胀缓慢下行，中间经过短暂的上行，又于2000年后陷入了通缩；美国在次贷危机后出现了短暂的物价下行，但很快恢复上涨，并未受到通缩的困扰。失业率方面（见图3），日本泡沫破裂后失业率长期缓慢上行；美国次贷危机后失业率急剧上升，然后缓慢下行，但是在危机后数年失业率都显著高于危机前。

日本银行危机余波历经30年，至今仍难言散去。为了拉动经济对抗通缩，“安倍经济学”大力推行财政货币双宽松的政策。货币政策层面，2016年推出负利率（NIRP）政策，将金融机构准备金

图1 日本与美国危机前后GDP增速对比

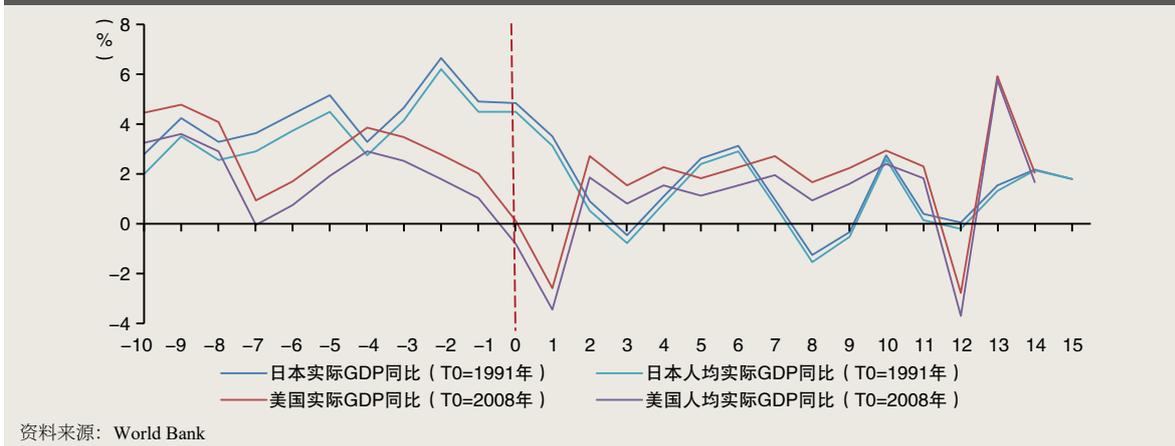


图2 日本与美国危机前后通胀对比

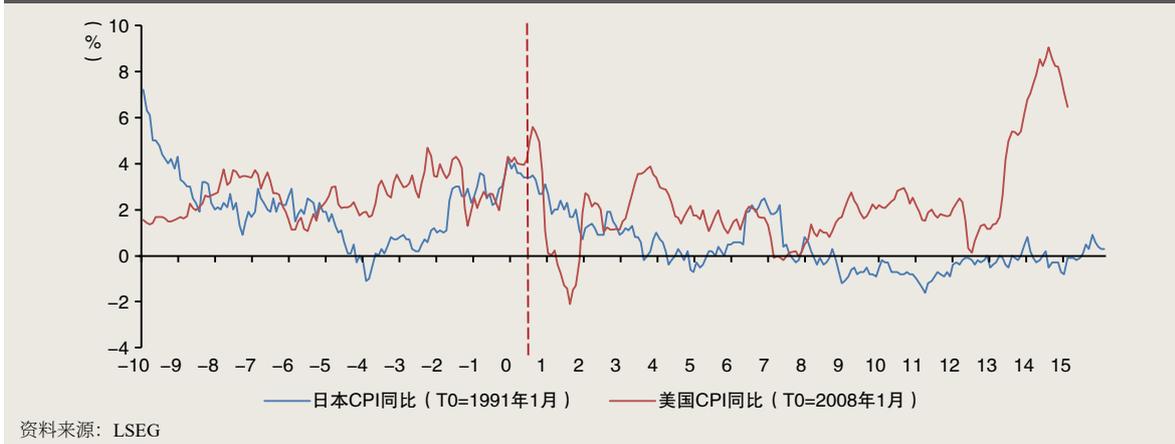
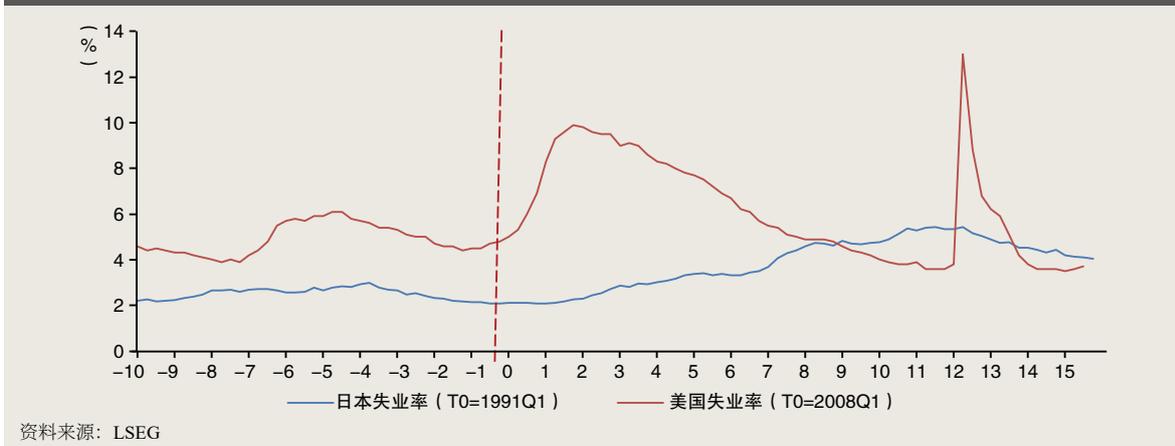


图3 日本与美国危机前后失业率对比



的部分层级利率设为 -0.1%；同年提出收益率曲线控制（YCC），将 10 年国债收益率维持在零附近。2024 年 3 月，在“春斗”谈判薪资涨幅超预期的背景下，日本央行如市场所望正式退出了持续 8 年之

久的 NIRP 和 YCC，为后续进一步调整货币政策扫清了政策障碍。如今日本的名义 GDP 增长率虽然较高，但剔除通胀因素后并不十分突出。在需求稳固性存疑的背景下，谨慎仍将是日本央行进一步

行动的主基调。因此尚不能定性日本完全走出了通缩的阴影。

三、影响差异化的原因

“金融加速器”理论 (Bernanke et al., 1999) 可以较好地描述和解释日美泡沫从不断积累到迅速破灭的过程。该理论的主要观点是, 当金融市场存在着广泛的信息不对称, 市场需要用足值抵押物来平衡信用风险。当资产价格上涨, 抵押物价格上涨使信用加速扩张; 当资产价格下跌, 抵押物价格下跌使信用加速收缩。美国、日本都出现了以上两个过程。但是在信用扩张阶段的泡沫累积、信用收缩阶段的政策应对, 以及过程中的社会背景等方面, 日本与美国存在较大不同, 从根源上使泡沫破灭对两国的影响出现了巨大差异, 背后的原因可以拆分为以下几点。

(一) 主要矛盾的差异

两次危机的起因都是过度加杠杆导致的资产泡沫。但是日本实体经济 (特别是企业部门) 加杠杆更为严重, 泡沫破裂对实体企业的影响更大。在美国, 主要是由过度复杂的金融衍生品导致居民部门过度加杠杆, 金融衍生品加快了危机的传染, 但是实体企业受影响较小 (见图 4)。

《广场协议》之后, 日元迅速升值, 日本实体经济面临较大压力。叠加日本央行的宽松政策, 在实体回报率下降的背景下, 过量的资本流入房地产和股票市场, 在“金融加速器”机制的作用下, 资产价格上行使私人宏观杠杆率快速攀升。沈联涛 (2009) 指出, 日本的资产泡沫基本上是信用膨胀的结果, 银行凭借升值的资产抵押品, 将钱借给杠杆作用很强的地产商, 带动泡沫进一步扩大。20 世纪 90 年代中期, 日本私人非金融部门 (个人 + 公司) 杠杆曾一度达到 GDP 的 214.2%, 高于美国在金融危机前的最高值 169.9%。其中, 日本企业部门的杠杆率上涨尤为显著。

美国次贷危机前, 巨大的影子银行系统游离在监管之外, 且为金融系统提供了大量的流动性和杠杆 (易宪容、王国刚, 2010)。次贷危机主要

发生于当时仅占整体抵押贷款 1/7 的次级贷款, 并集中于只占抵押贷款 1/12 的浮动利率次级贷款 (Adjustable Rate Mortgage)。这部分贷款通过资产证券化、CDO 等信用增级形式, 被打包成各种信用等级信用产品, 渗透到金融系统的各个部门。当房地产价格开始下跌, 底层资产的信用和流动性出现问题, 在“金融加速器”机制下演变成整个金融市场的危机。美国加杠杆主要发生在居民部门, 企业部门并不明显。

因此, 日本的主要矛盾是经济整体的泡沫过高, 解决方式只能是去杠杆和挤泡沫, 并在泡沫破裂后的近 15 年里持续进行。而美国次贷危机的主要矛盾在金融系统内, 杠杆率过高是次要矛盾, 此时通过接管相关机构、注入流动性、宽松的财政货币政策组合拳, 就可以在短期阻挡“金融加速器”机制, 稳住金融系统, 去杠杆的过程仅用了 5 年时间, 更为迅速。

(二) 制度和社会背景的差异

日本法律制度和背景不利于清算、重组, 拉长了去杠杆历程。下面将私人非金融部门杠杆率拆解为个人和企业两个层面分别分析。

受制于不完善的破产制度, 日本居民部门去杠杆更慢、幅度更小。在日本银行危机后, 家庭部门杠杆率直到 2000 年后才开始下降, 而且杠杆率仅下降了 10%。从日本居民抵押贷款增量来看 (见图 5), 20 世纪 90 年代后虽然增量有所下降, 但直到 2000 年后才出现负增长。美国次贷危机后家庭部门杠杆率仅用 7 年就下降了 20%, 这显然不是只靠“勒紧裤腰带”能够达成的去杠杆速度, 必然伴随着大量的居民债务重组和清算。具体来看, 日本旧的《破产法》不完善, 阻碍家庭部门通过个人破产去杠杆, 其中包括: (1) 规定的破产程序过于严格; (2) 没有制定方便灵活处理的特殊规则, 只能严格按程序硬处理; (3) 主要考虑“法人”“商人”破产, 对于“消费者破产”规定不充分; (4) 个人破产的“免责程序”和“破产程序”是分开的, 个人想免除债务需要走更多的流程。1999 年《民事再生法》、2004 年新《破产法》为个人破产做了更为细致的规定和流程简化 (付翠英, 2003), 实

图4 日美非金融部门杠杆率在泡沫崩溃前后的变化

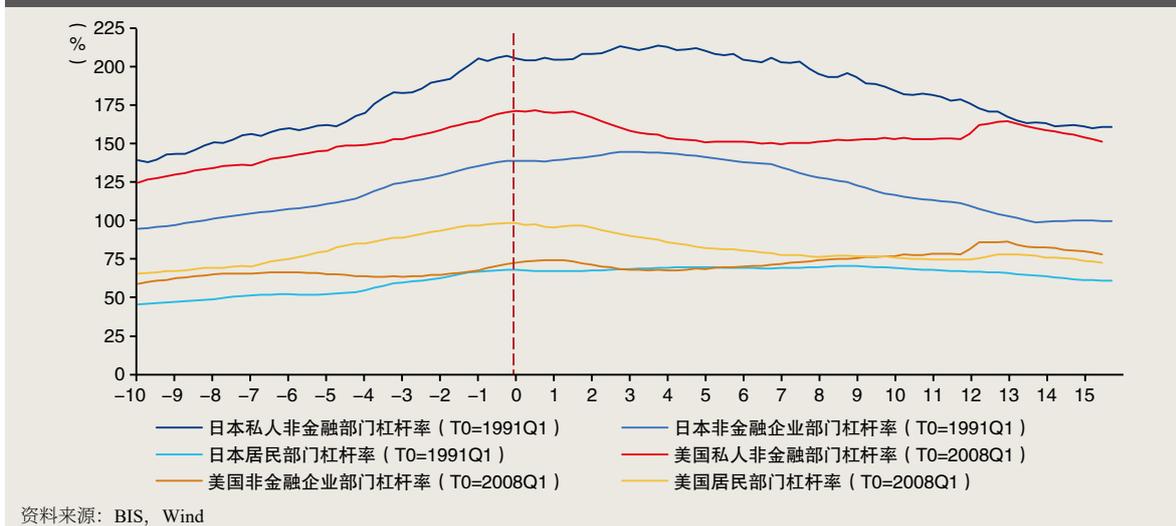
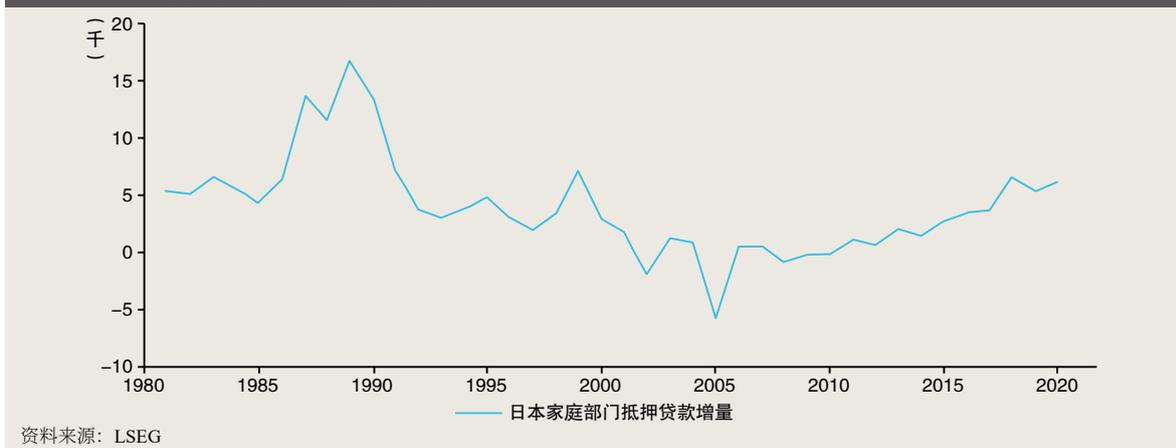


图5 日本家庭抵押贷款增量变化



质上的个人破产在 2000 年后才开始有更完善的保障 (Xu, 2004 ; 刘颖, 2020), 此后日本居民部门杠杆率开始趋于下降。

银行主导的金融系统抑制日本企业债务重组和破产清算, 去杠杆时滞长于美国。由于日本金融体系高度依赖银行, 银行与企业“交叉持股”使信贷定价相对不透明, 企业断贷、破产会影响银行的利润和资产负债表, 银行会运用自身影响力避免企业破产, 压力在金融体系内的蔓延也相对隐蔽。日本企业部门宏观杠杆率直至 1995 年达到峰值并在 1999 年后才开始迅速下降。与此同时, “时滞”可能也与日本当时保守的企业文化有一定关系。美国的金融体系市场化程度更高, 以证券发行为主的融资渠道使价格更加透明, 压力在金融体系内的蔓延

更加迅速, 危机后信贷配置扭曲的问题较小。

(三) 政策发力的差异

1. 常规财政货币政策

日本常规财政货币政策发力迟缓, 通货紧缩影响政策效果。资产泡沫破裂后, 日本央行的反应明显慢于美国。20 世纪 90 年代后期, 虽然日本的名义利率已经基本为零, 但随着通货紧缩的出现, 实际利率转为上行, 零利率下限严重限制了货币政策空间。相比之下, 美国在危机开始后 18 个月内就快速把名义利率降到了接近零的水平, 由于美国的通胀水平仍保持在正值, 实际利率达到了显著的负值(见图 6)。快速的货币政策反应有利于提振需求、保持流动性和去杠杆, 反过来也避免美国陷入通缩。

图6 日美货币政策在危机时的发力对比

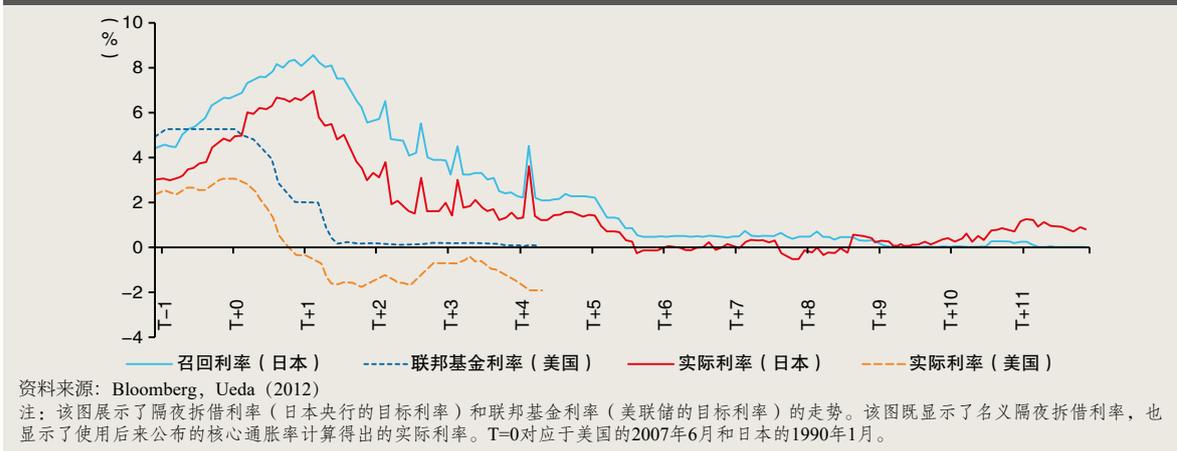
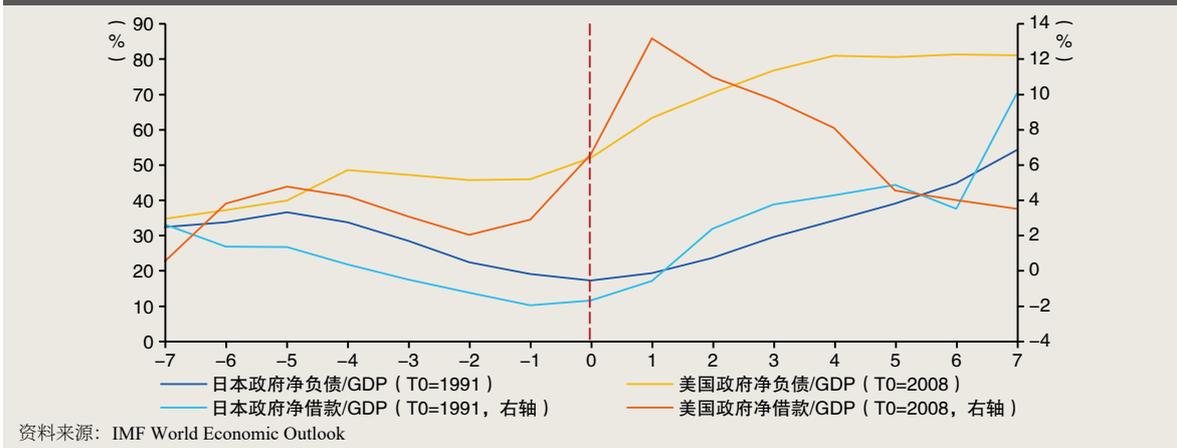


图7 日美财政政策在危机时的发力对比



财政政策方面,到1993年左右日本财政杠杆率变化才实现同比回正,美国财政政策则在危机后迅速发力,缓解了信心疲弱和需求不足(见图7)。

2. 非常规货币政策

日本非常规货币政策显著滞后。非常规货币政策主要分为量化宽松和利率前瞻指引。量化宽松又包括在陷入困境的市场和更正常的市场中进行大规模资产购买,以及“纯粹的量化宽松”。日本和美国的非常规货币政策如表1所示,区别主要在于美联储未采用纯粹的量化宽松且未购买股票。不同于美联储在危机后的及时出手,日本央行在2000年才进行了大规模的资产负债表扩张(见图8),前者对于稳定金融资产价格起到了重要作用。

欠发达的金融市场限制了日本的政策效果。美国抵押贷款支持证券和公司债券的市场规模与政府债券相当。美联储可以在这些市场开展操作来影响

私人金融中介,例如在2010年年初,美联储总资产中抵押贷款支持证券以及房地美和房地美的债务占比超过50%。此外,美联储还以资产支持证券作为抵押品发放贷款。这些操作降低了资本市场的风险溢价,并减弱了资产支持证券持有者的去杠杆化意愿,从而维护了价格稳定。日本私人部门的融资主要依靠银行贷款,非金融企业债券的市场规模仅占GDP的10%(远小于政府债券),资产支持证券市场规模更小。因此,日本央行主要通过向金融机构提供贷款来缓解其融资压力(截至2011年年底,资本市场债务和股票仅占日本央行资产的4.1%,其余的是长期政府债券和主要由政府债务支持的金融机构短期贷款)。由于缺乏外部性,金融机构贷款在稳定市场方面的效率不及直接购买证券。购买股票是一种有益的尝试,但是出于对风险的考虑,日本央行对于购买股票格外谨慎。

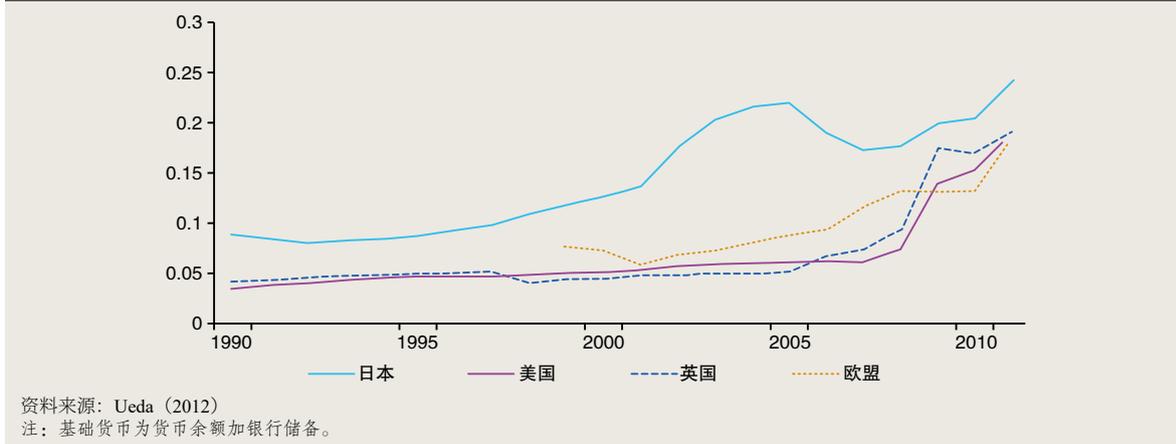
表 1 日美非常规货币政策梳理

在功能失常的市场中的操作（信贷宽松）	日本	向货币市场提供流动性（Funds-supplying Operations） 购买商业票据、股票、ABS 以及公司债券
	美国	定期拍卖工具（Term Auction Facility） ^① 以 ABS 为抵押物提供借款 向货币市场基金和交易经纪商提供借款 购买 MBS 和政府支持机构债券（Agency Bonds）
在更正常的市场中的资产购买	日本及美国	购买长期政府债券
	美国	扭曲操作（Operation Twist） ^② （2011—2012 年）
纯粹量化宽松	日本	为金融机构在日本央行的活期账户余额（Current Account Balances at the Bank of Japan）设定目标（2001—2006 年）
前瞻性指引	日本	保持当前的零利率直到通缩风险解除（1999—2000 年）
	美国	至少到 2014 年年底，经济状况可能会导致联邦基金利率保持在极低水平（2012 年）

资料来源：Ueda（2012）

注：①定期拍卖工具是指，美联储每两周一次通过拍卖为存款性机构提供抵押贷款，且抵押品范围较宽泛。②扭曲操作是指卖出短期国债并买入长期国债的操作。

图8 日本、美国、英国、欧盟基础货币/GDP比率



非常规货币政策对刺激实体经济的作用有限。一系列研究表明，非常规货币政策可以显著影响利率和资产价格，对于维护市场平稳运行效果显著，但对实体经济的刺激作用可能较为有限。需求不足导致央行提供的货币大部分由金融机构持有，难以被用于信贷创造。不管是日本还是美国，在采取大量非常规货币政策之后，随着基础货币的增长，货币乘数均显著下降（见图9）。

经济长期停滞叠加非常规货币政策反复运用，货币政策对日元长短期利差的压降效果接近下限。量化宽松对于经济的刺激机制，目前公认结论为主要通过压缩期限利差和信用利差发挥作用，并存在政策下限。随着利差的压缩，非常规货币政策也和常规货币政策一样会逐步失去空间，例如2000年以后日本央行非常规货币政策的效果弱化。1999年1月10年期和2年期日本政府债券之间的利差为1.45%；1999年4月日本央行第一次利率前瞻性指

引之后，利差降至1.29%；在2003年5月的量化宽松时期，利差进一步降至0.5%；2012年6月，尽管日本央行仍在大量购买债券，利差保持在0.67%，但难以继续压缩。

3. 金融稳定政策

日本迟迟不对银行补充资本，拖延了不良贷款的化解。由于压力在日本金融体系中的蔓延相对隐蔽，日本政府和央行迟迟没有认识到泡沫破裂对经济造成的严重影响。Ueda（2012）认为，日本监管机构的决定是推迟解决不良贷款的一个主要因素。根据国际清算银行巴塞尔委员会制定的标准，日本在20世纪90年代初引入了对资本充足率的监管，要求银行资本与其风险加权资产的比率必须超过8%；而对危机导致的股价大跌严重侵蚀银行资本，日本监管机构多年来却一直拖延为银行补充资本。银行为了避免在资产负债表上确认损失，没有及时对大量不良贷款进行确认和处置，反而向僵尸企业

图9 日本、美国、英国、欧盟 M₂/基础货币比率

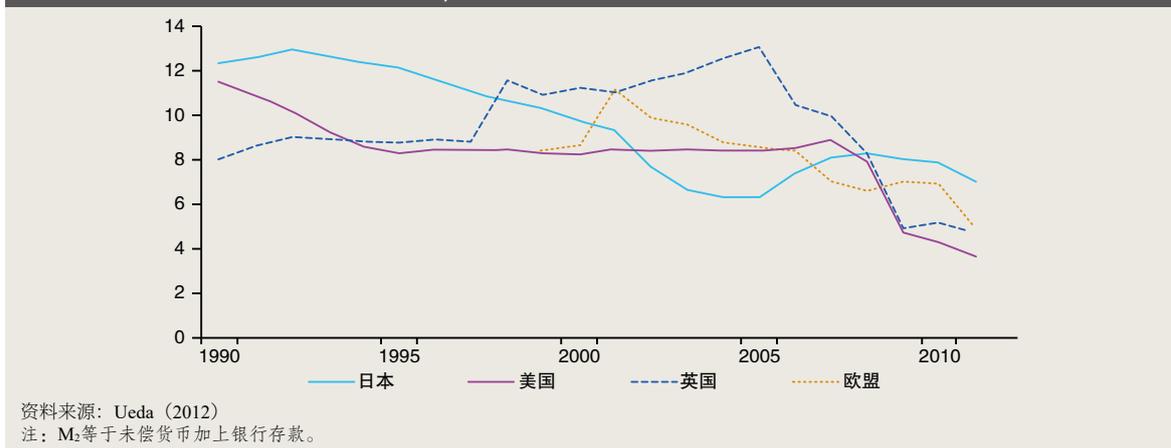


图10 日美企业银行贷款增长率



提供贷款展期,对更有前途的企业贷款需求形成挤出。Fukao & Kwon (2006)发现,1994—2001年间在日本很多行业中,退出企业的生产效率比继续经营企业的生产效率更高。日本央行直到1993年第四季度才承认金融因素与实体经济之间的负向相互作用,而为银行注资的措施拖到1997—1998年金融危机时期才被推出。如图10所示,日本的银行贷款增长在泡沫破裂后急剧下跌,随后保持略高于零的缓慢增长,直至20世纪90年代末才开始加速处置不良贷款。

对于美国,几乎没有证据表明企业部门的灵活性下降。2008年金融危机期间,美国企业退出市场的比例急剧上升,特别是建筑业等需要调整的行业,而企业的进入率却保持相对稳定,这表明“创造性破坏”机制正在发挥作用(见图11左),与日本的情况(见图11右)形成鲜明对比。美国金

融体系更加市场导向,压力在金融体系内的蔓延更加迅速,与20世纪90年代的日本相比,美国政府和美联储更容易获得足够的支持来解决银行体系的问题,包括2008年向银行注资,有力支持了实体经济的恢复。美国的银行贷款增速虽然在2009年、2010年急剧下降,但随后很快恢复到5%左右(见图12)。

(四) 人口结构和人力制度的差异

日本严峻的人口情况不利于泡沫后的经济复苏。日本总和生育率从1985年开始下降,经济泡沫崩溃阶段跌破了1.5%(见图13),社会老龄化严重(见图14)。虽然美国在2008年后总和生育率也开始走向下行趋势,但是从绝对数值来看相比日本仍有较大幅度的领先,而且美国还有大量的年轻移民来优化人口年龄结构。关于“生命周期理论”的

图11 日美企业新进和存续率

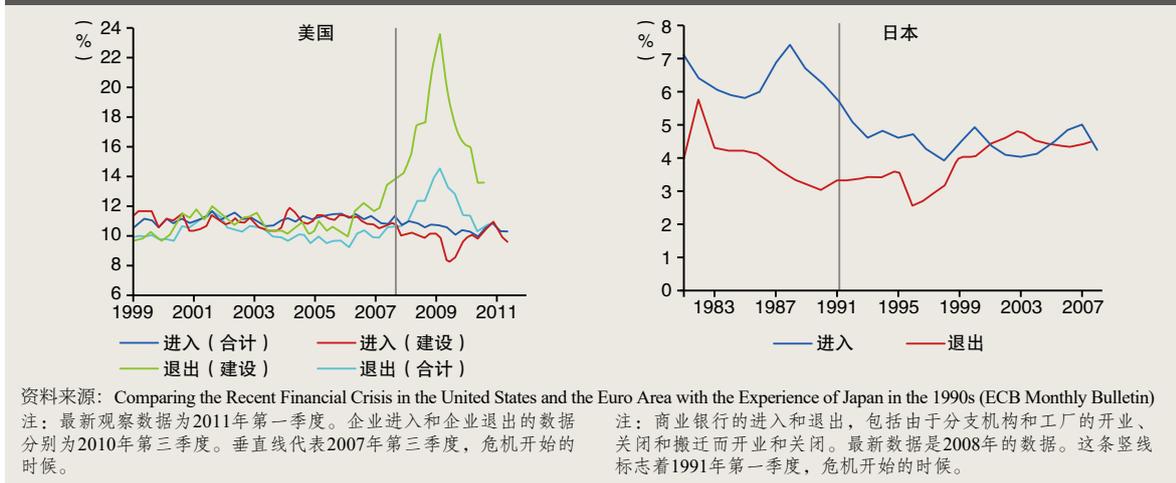
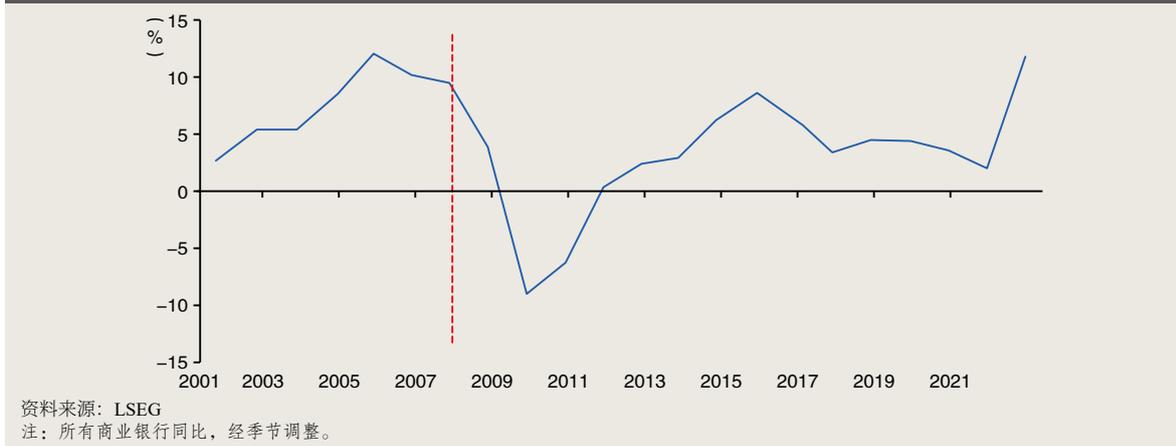


图12 美国银行贷款季调后同比增长率



学术研究表明, 消费需求、风险偏好和人口年龄结构有很大的关系——年轻人往往具有更强的风险偏好, 而消费偏好相对于年龄倾向于呈现“倒U”型。日本的财富主要积累在泡沫经济时期已经进入企业中层的那批人口中, 而在日本“失落”了十余年后, 这批人口已经接近退休, 风险偏好较低, 能够容忍低收益率, 且消费欲望低。于是大量的资本倾向于在金融系统空转, 很难流入实体, 投入消费的比例也很低。去杠杆时间太长, 更会改变在其间生长的几代人的消费习惯, 强化他们对未来的悲观预期, 形成“低欲望社会”, 进一步抑制需求的复苏。而美国不仅泡沫去得快而且人口结构更优, 没有令绝大多数资本集中投资在风险偏好低的年龄阶段, 也没有让低消费被迫长期存在进而形成文化惯性, 二者均有利于其经济在泡沫去除后更快地恢复。

日本劳动力市场灵活度极低, 加速了通货紧缩, 也制约了经济结构的调整。20世纪90年代, 日本普遍采用终身雇佣制, 即刚毕业的学生一旦被某企业雇用, 他将在该企业就职并不断接受其特有的培训, 只要该企业不陷入严重的经营困境, 或者本人没有严重违纪, 员工就将一直在该企业工作至退休。终身雇佣制是日本经济高速发展时期的产物, 企业(特别是大企业)以此确保雇佣关系稳定, 从而有利于加大对人力资本的投资, 通过培养熟练劳动力来获得稳定的投资效果, 员工也可以安心工作而无需担心失业。但是, 在这种制度下, 泡沫破裂之后的日本企业无法通过解雇员工来保障盈利, 失业率仅小幅上升, 以降薪为主要调整方式的劳动力市场加速了日本的通货紧缩。此外, 劳动力市场流动性的缺乏也不利于经济结构的调整。

图13 日美总和生育率变化

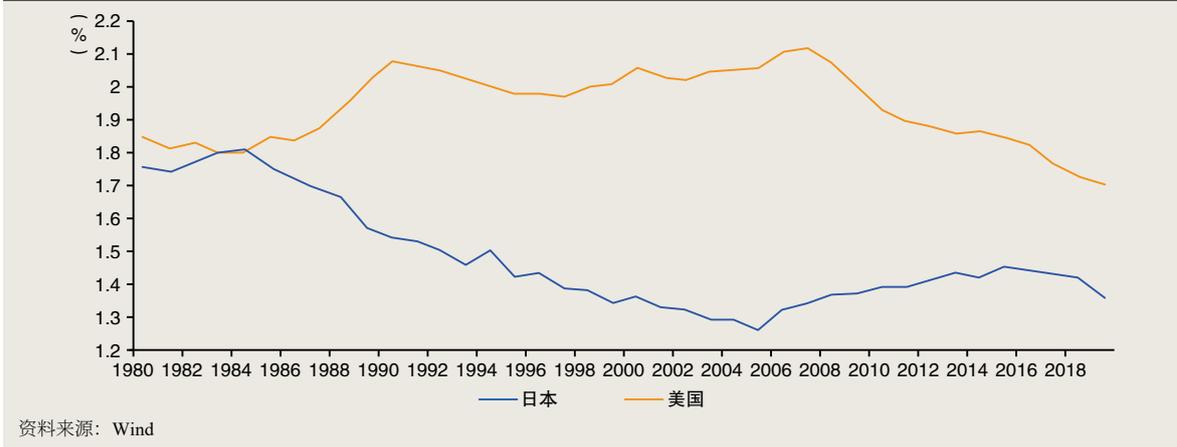
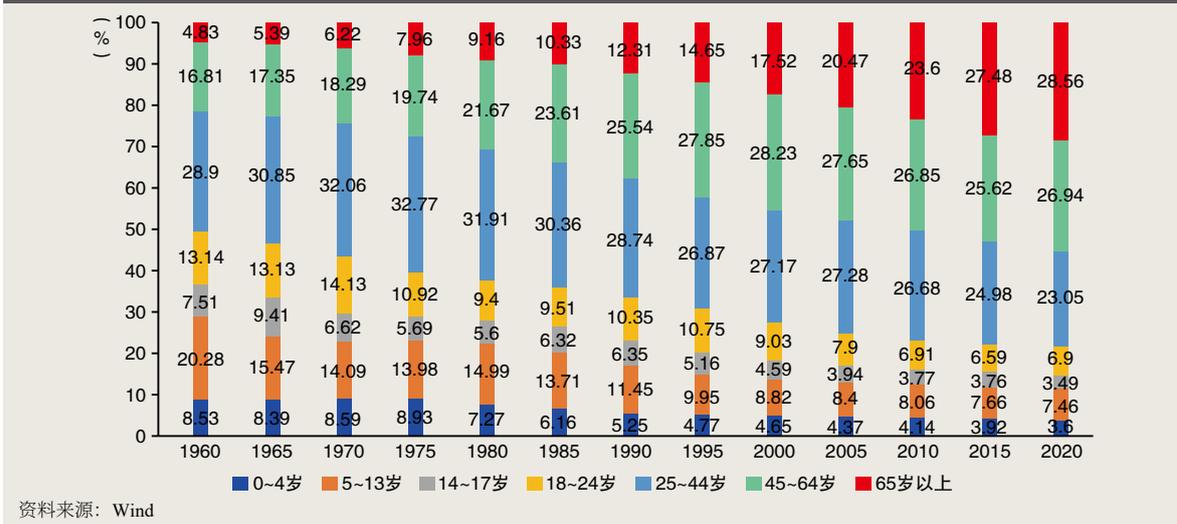


图14 日本人口年龄结构变化



四、主要结论

日本银行危机和美国次贷危机都是由资产泡沫破裂造成的系统性危机,都伴随着私人部门去杠杆。日本的经验表明,经济体经历危机之后要走出资产负债表衰退、恢复可持续的经济增长并不容易。造成日本和美国危机不同影响的因素主要有以下几个方面。

首先,美国与日本危机的主要矛盾不同。美国次贷危机主要起源于金融系统内部,杠杆率高的问题相对次要;日本的泡沫背后是实体经济的杠杆率过高,日本更高的杠杆率明显提升去杠杆难度。

其次,社会背景的差异进一步导致两国去杠杆效果呈现分化。受益于更完善的破产制度和更市

场化的金融体系,美国在次贷危机后,随着大量MBS及其嵌套衍生品消失、房贷违约、企业破产,杠杆短时间快速下降。而由于破产制度不完善、银行主导金融体系且与企业交叉持股、监管部门没有及时支持银行化解不良债务,日本没能在危机后迅速通过债务削减方式去杠杆,实体部门倾向于采用收缩需求的方式偿还债务,债务最小化逐步取代利润最大化成为经营目标,进而陷入了资产负债表衰退。

再次,不同的财政和货币政策应对也造成了危机对两国影响的差异。日本在泡沫崩溃后,财政和货币政策发力迟缓,欠发达的金融市场也限制了其非常规货币政策的效果。此外,迟迟不向银行注资导致资金停留在大量僵尸企业中,严重影响经济效

率。日本各部门受制于还债压力，需求迅速萎缩，陷入“通缩—债务”循环。相比之下，美国财政和货币政策发力迅速，在法律制度、市场机制的保障下用更短的时间完成去杠杆，没有影响到长期的民众预期，成功避免了一蹶不振的状况。

最后，人口结构和人力制度进一步限制了日本经济的复苏。除了持续下降的生育率以外，失落的数十年让想花钱的人因没钱花被迫“低欲望”，不想花钱的人有钱但钱在银行空转，直接拉低长期经济增长率。终身雇佣制进一步加速了通货紧缩并制约了经济结构的调整。

日本银行危机与美国次贷危机都发生在“金融深化有益论”占据宏观经济学主流、金融自由化程度加深的背景之下。事实证明，自由化的金融市场虽然在推动经济发展中扮演着重要角色，但也存在缺陷甚至可能失灵，如果任其发展而不加限制，将对实体经济造成严重的负面打击。因此，一定要牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。我国金融机构应以此为鉴，深入学习领会习近平总书记“守正创新，不脱实向虚”“把金融服务实体经济作为根本宗旨”等推动金融高质量发展的重要论述，走好中国特色金融发展之路。

在制度层面，一方面，金融监管部门应进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估和预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱；构建起全覆盖的金融监管体制机制，有效防范化解金融风险。另一方面，应当完善破产制度。作为我国市场经济的基础性法律，现行的企业破产法自2007年6月1日正式实行至今，积累了不少新的经验。《全国人大常委会2024年度立法工作计划》在“加快发展新质生产力，构建新发展格局”的立法任务中提到了修改企业破产法，且修订草案有望在2024年完成初次审议，料将进一步推动破产法价值功能的有效实现。

此外，必须充分认识到金融风险蔓延对经济的长期负面影响。一旦出现危机，及时的政策应对对于最小化危机影响、保证未来经济活力至关重要。政策应对如果不够及时，经济体陷入“通缩—债务”循环，私人部门的悲观预期限制消费和投资，后续政策的效果将大打折扣。在危机发生后的第一时间，

可以通过直接购买受影响的资产等方式维持金融市场稳定，防止金融机构“踩踏式”抛售资产造成金融风险迅速扩大和蔓延。为了避免陷入“资产负债表衰退”，还应该通过财政扩张与货币宽松的配合扩大需求，拉动经济增长。财政政策的发力点不应局限于基建和地产领域，而应加大在民生领域的支出，通过扩大就业、经济补贴等方式直接提高居民可支配收入进而促进消费。银行还应及时处置不良贷款，避免因拖延不良贷款造成低效企业大量占用社会资源，严重影响经济高质量发展。监管部门也应通过向银行注资、成立专门机构收购不良资产等方式，支持银行平稳完成不良资产的处置。

参考文献：

- [1] 付翠英. 一部振兴经济的法律：日本民事再生法介说[J]. 法律适用, 2003(5): 70-73
- [2] 刘颖. 日本的个人破产免责制度及其借镜[J]. 经贸法律评论, 2020(5): 61-74
- [3] 沈联涛. 十年轮回：从亚洲到全球的金融危机[M]. 上海远东出版社, 2009: 53-68
- [4] 项卫星、李宏瑾、白大范. 银行信贷扩张与房地产泡沫：美国、日本及东亚各国和地区的教训[J]. 国际金融研究, 2007(3): 54-60
- [5] 易宪容、王国刚. 美国次贷危机的流动性传导机制的金融分析[J]. 金融研究, 2010(5): 41-57
- [6] Bernanke B S, Gertler M, Gilchrist S. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework[J]. Handbook of Macroeconomics, 1999(1): 1341-1393
- [7] European Central Bank. Comparing the Recent Financial Crisis in the United States and the Euro Area with the Experience of Japan in the 1990s[R]. ECB Monthly Bulletin, 2012(5): 95-112
- [8] Fukao K, Kwon H U. Why Did Japan's TFP Growth Slow Down in the Lost Decade? An Empirical Analysis Based on Firm-level Data of Manufacturing Firms[J]. The Japanese Economic Review, 2006, 57: 195-228
- [9] Ueda K. Deleveraging and Monetary Policy: Japan since the 1990s and the United States since 2007[J]. Journal of Economic Perspectives, 2012, 26(3): 177-202
- [10] Xu P. Bankruptcy Resolution in Japan: Civil Rehabilitation vs. Corporate Reorganization[M]. RIETI, 2004: 1-46

(责任编辑：李楠)